

横浜丸魚の企業分析及び弊社要望

横浜丸魚株式会社 取締役会 御中

2020年6月26日

主要指標の同業他社比較

- ・ 同業他社(13社)^{※1}と比較して、収益性・資本効率性が大幅に劣後している
- ・ 株主価値の創造に失敗し、**PBR**については業界内で最低水準となっている

	同業他社 ^{※1}	横浜丸魚	評価
利益率			
売上総利益率	12.2%	7.2%	劣後
営業利益率	1.1%	-0.1%	劣後
EBITDAマージン	2.1%	0.3%	劣後
当期純利益率	0.7%	0.2%	劣後
収益性			
ROIC ^{※2}	1.6%	-0.5%	劣後
ROE ^{※3}	3.6%	0.7%	劣後
財務安定性			
D/Eレシオ ^{※4}	1.0	0.01	大幅に低水準
株主資本比率	47.7%	72.5%	妥当水準
当座比率	169.7%	237.3%	十分な余裕
流動比率	218.3%	261.8%	十分な余裕
PBR^{※5}	1.2	0.5	過度な低水準

※1 類似企業はSPEEDA業界分類の「中間流通-食品専門卸-専門食品卸(水産物卸)」に分類される上場企業13社(横浜丸魚は除外して算出)

※2 ROIC(投下資本利益率)とは、税引後営業利益を投下資本(有利子負債+株主資本)で割ることで算出される。投下資本を使ってどれだけ効率的に利益に結びつけているかを示す指標。

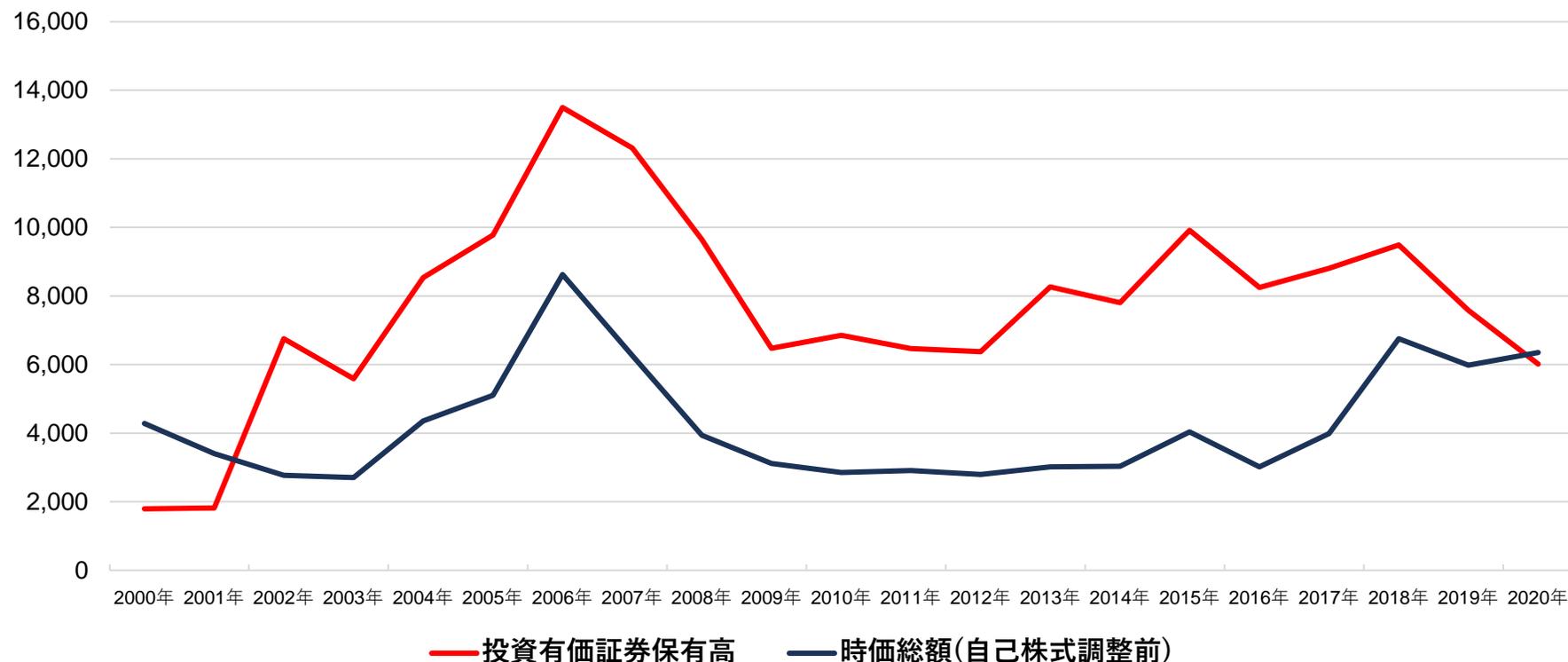
※3 ROE(自己資本利益率)とは、株主が拠出した自己資本を用いてどれだけ利益を生んだかを示し、投資効率を測る指標として用いられる。一般的に、8%以上が優良企業の基準とされている。

※4 D/Eレシオ(負債資本倍率)は、負債(Debt)が株主資本(Equity)の何倍に当たるかを示す倍率で、一般的に1倍を下回ると財務が安定しているとされる。

※5 株価純資産倍率(PBR)とは、1株当たり純資産の何倍の値段が付けられているかを見る投資尺度である。業界によって水準は異なるものの、1倍以上が好ましいとされる。

- ・ 保有投資有価証券の時価が時価総額を上回る異常な状態が長年継続していた
- ・ 価値を破壊している現状の資産配分を見直し、企業価値向上に努める必要性有り

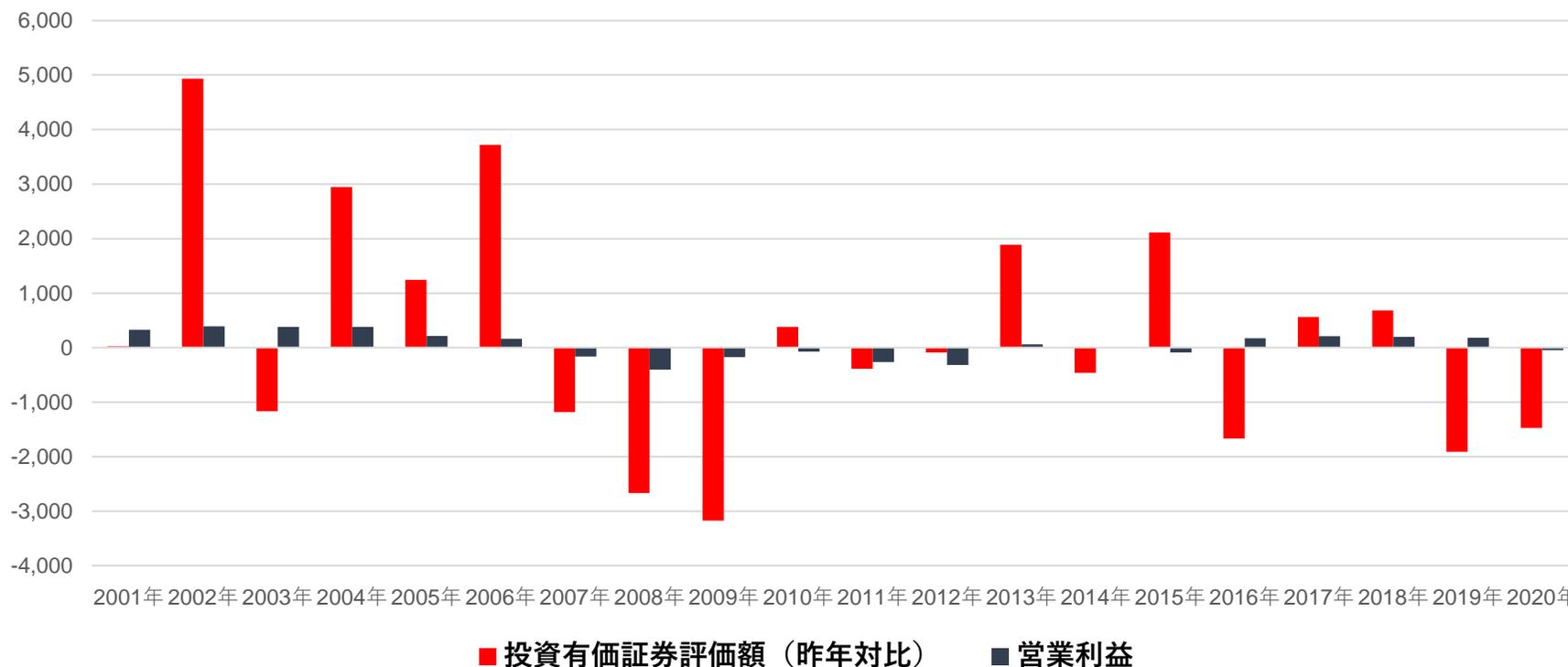
保有投資有価証券計上額と時価総額の推移(単位：百万円)



※ 各年度の3月末時点の計上額で算出
※ データ出所：SPEEDA・有価証券報告書

- ・ 政策保有株の時価変動による資産の増減が激しく、株主資本の毀損性が高い
- ・ 従業員の方々の営業努力が非合理的な資産配分によって水の泡になる可能性

営業利益と投資有価証券評価額(前年比)の推移 (単位：百万円)



※ 各年度の3月末時点の計上額で算出

※ 政策保有株の保有・売買による損益を開示情報のみで計り知ることは困難であるため、貸借対照表の投資有価証券評価額をベースにグラフを作成。同期間において大きな売買動向は見られず、実際の損益と投資有価証券評価額の変動は近似していると見做して妥当である。

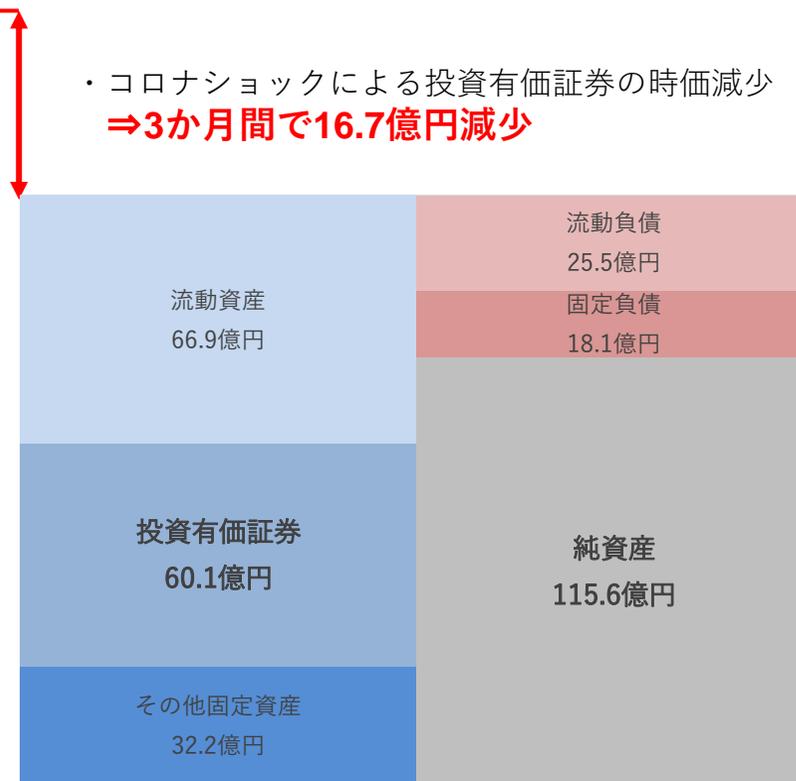
※ データ出所：有価証券報告書・SPEEDA

- ・ コロナショックによる株価暴落を受け、約13億円の純資産が棄損
- ・ 取締役にも何度も政策保有株式の縮減を促してきたが、リスクが顕在化してしまった

2019年12月末時点



2020年3月末時点



・ コロナショックによる投資有価証券の時価減少
⇒3か月間で16.7億円減少

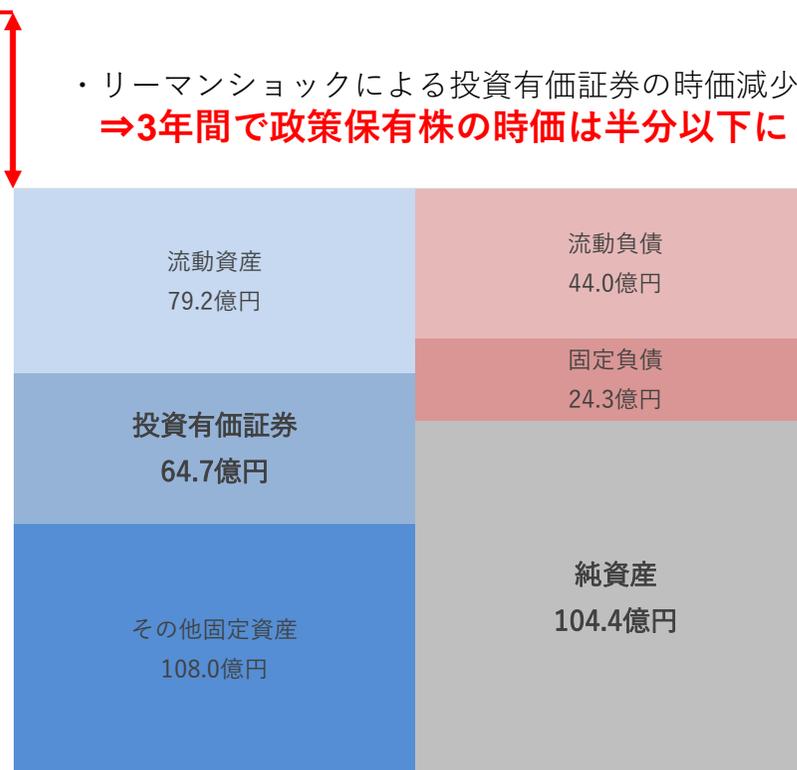
※ データ出所：四半期報告書・決算短信

- ・リーマンショックによる株価暴落の際、同様に株主資本は大幅に減少
- ・政策保有株を大量に抱えるリスクが顕在化した、**歪な資産配分の改善は限定的**

2006年3月末時点



2009年12月末時点



- ・リーマンショックによる投資有価証券の時価減少
⇒**3年間で政策保有株の時価は半分以下に**

※ データ出所：四半期報告書・決算短信

- ・ 有価証券の売買・保有については定款に記載なし
- ・ **記載のない業務に総資産の約40%を配分**している歪な状況が長年続いている

当社の定款より抜粋（平成29年10月1日改訂）

第1章 総則

（目的）

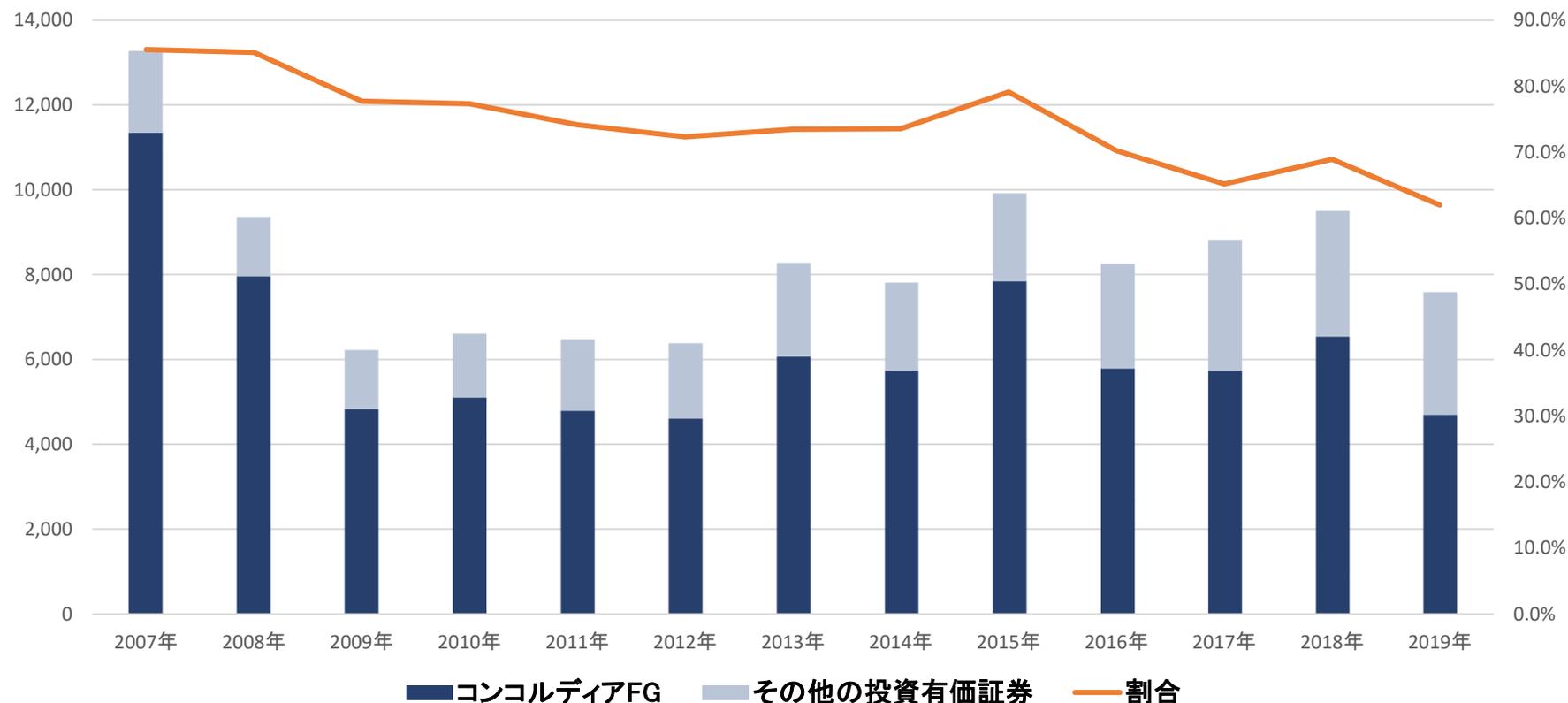
第2条 当社は次の業務を行うことを目的とする。

1. 水産物およびその加工品の購入、販売および販売の受託
2. 水産物の加工製造ならびに貿易
3. 冷蔵庫の経営
4. 不動産の所有および賃貸
5. 前各項に関連する一切の業務

※ 出所：横浜丸魚株式会社 定款

- ・ コンコルディアFGの投資有価証券に占める割合が過大（過去10年平均71.6%）
- ・ 株式持ち合いが事業に与える利益は少なく、非常に非効率的かつ危険な資産配分

投資有価証券に占めるコンコルディアFGの推移(単位：百万円)

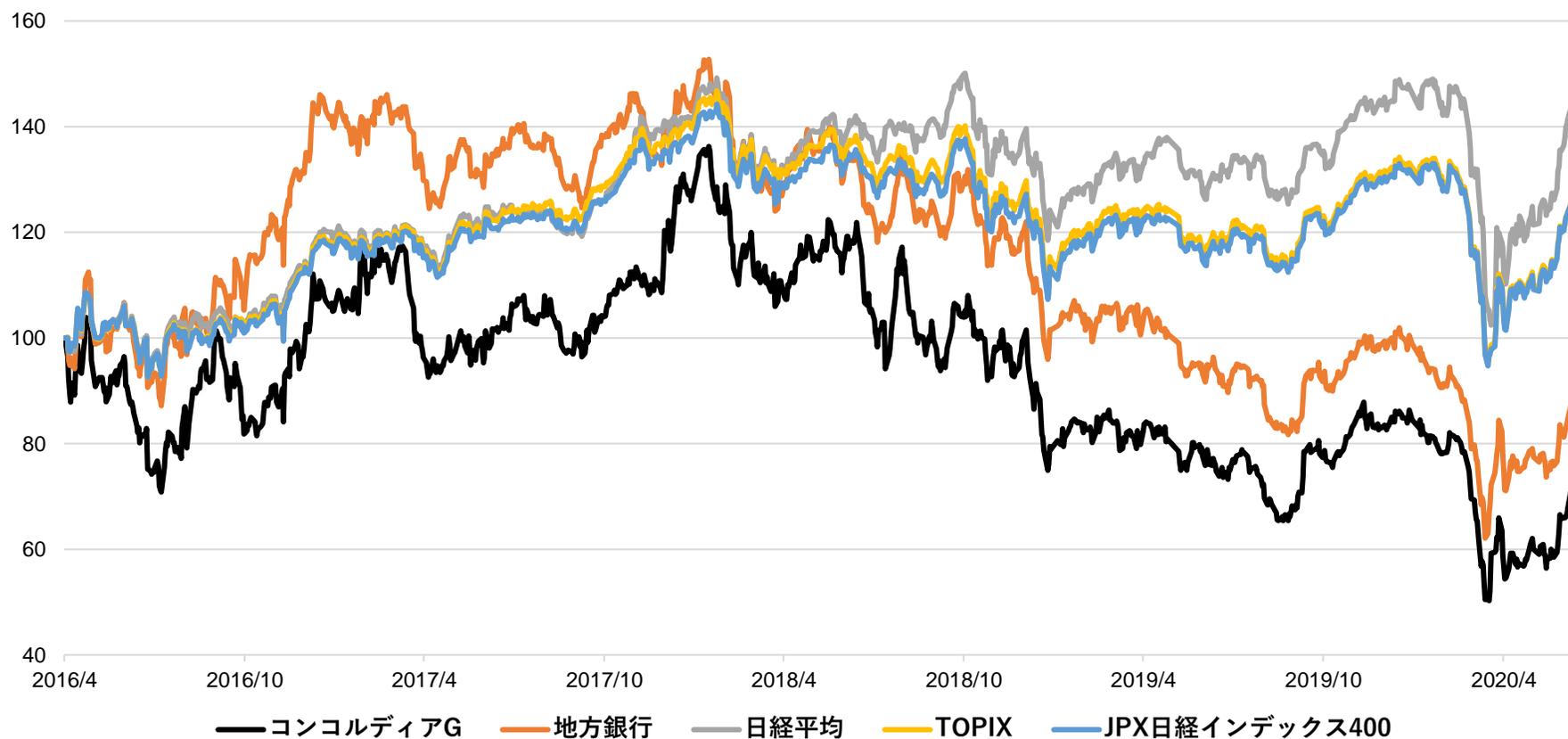


※ 各年度の3月末時点の計上額で算出
 ※ データ出所：有価証券報告書

- ・ 地方銀行や主要指数と比較コンコルディアFGのパフォーマンスは劣っている
- ・ **経営陣のリスク管理の杜撰さによって発生した損失**を株主が負担している

業界および主要指数と比較したコンコルディアFGのパフォーマンス

(2016年4月1日終値：100)



※ データ出所：SPEEDA

- ・コンコルディアFGは政策保有株の売却方針を表明
- ・相互に持ち株を売却する旨を伝達したとしても関係は悪化しない

コーポレートガバナンスコードの各原則に基づく開示

[原則1-4] (政策保有株式)

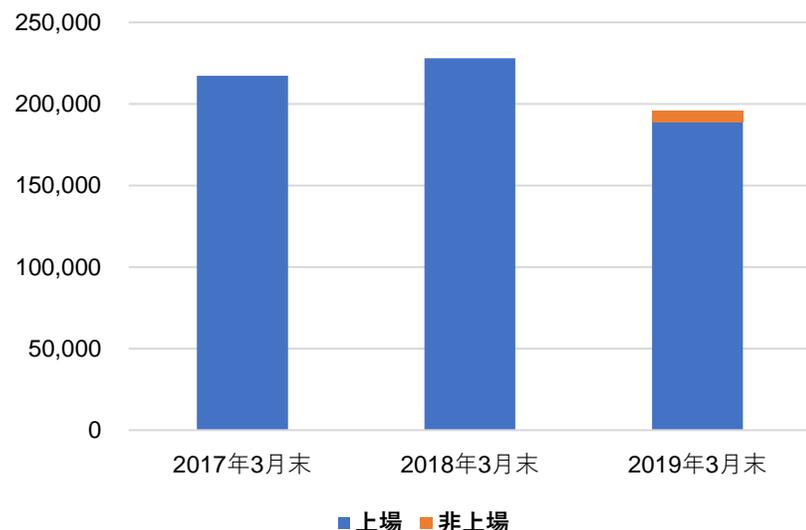
1. 政策保有に関する方針

「当社グループでは、資本コスト、株価変動リスクの自己資本への影響の観点から、**政策保有株式について縮減を図ります。**」

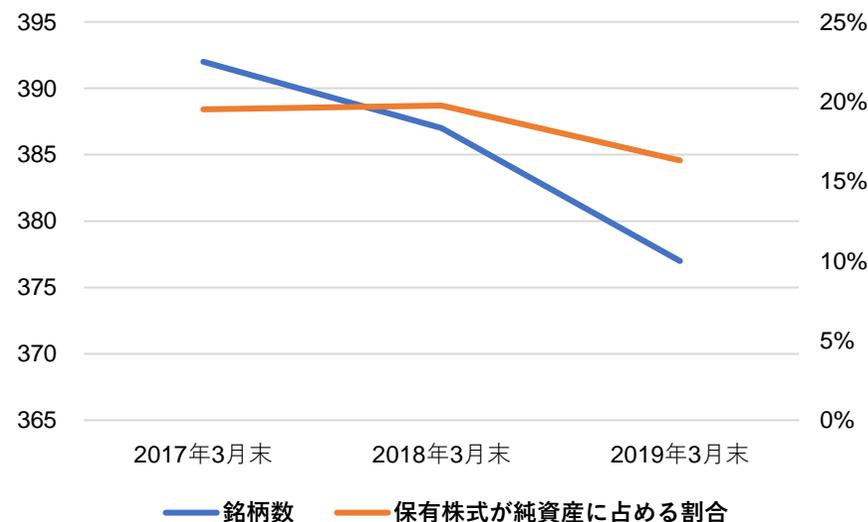
「また、政策保有株主から当社株式の売却等の意向を示された場合には、**売却を妨げることはいたしません。**」

※コーポレート・ガバナンス報告書より抜粋

政策保有株BS計上額の推移



銘柄数と純資産に占める割合



※ データ出所：コーポレート・ガバナンス報告書・有価証券報告書

- ・ISSの基準に照らし合わせる限り、**当社の社外取締役・監査役の独立性は乏しい**
- ・**多様性が低く、客観的視点が乏しい**ことが歪な経営状況を生み出している要因

Institutional Shareholder Services (ISS) 「2020年版日本向け議決権行使助言基準」

独立性基準

ISSの独立性の基本的な考え方は「会社と社外取締役や社外監査役の間に、社外取締役や社外監査役として選任される以外に関係がないこと」である。日本企業においては、たとえば、下記のケースでは多くの場合、独立していないと判断される。

- ・ **会社の大株主である組織において、勤務経験がある**
- ・ **会社の主要な借入先において、勤務経験がある**
- ・ 会社の主幹事証券において、勤務経験がある
- ・ **会社の主要取引先である組織において、勤務経験がある**
- ・ 会社の監査法人において、勤務経験がある
- ・ コンサルティングや顧問契約などの重要な取引関係が現在ある、もしくは過去にあった
- ・ 親戚が会社に勤務している
- ・ 会社に勤務経験がある
- ・ 会社が政策保有目的で保有すると判断する投資先組織15において、勤務経験がある

(ISSガイドラインより引用)

社外取締役・監査役の独立性

役職	指名	独立性
取締役	太田 嘉雄 氏	× 横浜銀行出身者
取締役	堀 晶子 氏	○
監査役	牛嶋 素一 氏	× 横浜銀行出身者
監査役	栗山 治 氏	× 主要取引先関係者

独立した社外取締役：8人中1人※1
 (監査役を含めた場合、11人中1人)
⇒社外取締役の実効性に懸念

※1 注釈 取締役会における構成人数

※ データ出所：Institutional Shareholder Services (ISS)「2020年版日本向け議決権行使助言基準」・有価証券報告書

- ・ 現取締役陣の方針は**株主価値の最大化に逆行する経営**と言わざるを得ない
- ・ **外的圧力が一切無い**が故に現状が容認されているが、我々は**抜本的改革を求める**

① KPI(重要業績評価指標)を定め、株主に開示

⇒ 収益性・資本効率性の低さに終止符
資本コストの概念を取り入れた経営を

② 縮減を前提とした政策保有株式の再評価

⇒ 市場が安定化したタイミングで売却を開始
売却資金を収益が見込める事業に再配分

③ 真に独立した社外取締役の選任

⇒ 会社提案として議案に挙げ、市場からの評価を獲得
株主価値最大化を重視した真に実効性のある取締役会を

Unearth International Limited（以下「弊社」といいます。）は、本資料に掲載している情報の正確性について万全を期しておりますが、その内容について保証するものではありません。

著者あるいは発行者は、本資料においては法務、会計、税務あるいはその他の専門的なアドバイスあるいはサービスを提供しているものではないという認識で、情報を提供しています。そのため、本資料に掲載されている情報を、専門的な会計、税務、法務、その他の権限あるアドバイスの代用として用いるべきではありません。

本資料では、信頼できる情報源から得た情報を、正確に掲載するようあらゆる努力をしておりますが、本資料に掲載されている全ての情報はその時点の情報が掲載されており、完全性、正確性、時間の経過、あるいは、情報の使用に起因して生じる結果について一切の責任を負わないものとします。また、あらゆる種類の保証、それが明示されているか示唆されているかにかかわらず、また業務遂行、商品性、あるいは特定の目的への適合性への保証、また、これらに限定されない保証も含め、いかなることも保証するものではありません。

いかなる場合にも、弊社、その関連するパートナーシップ、法人、パートナー、代理人、ならびに従業員は、本資料に掲載されている情報によって決定を下したり、あるいは行為を起こしたことにより、結果的に損害を受け、特別なあるいは同類の損害を蒙ったとしても、またその損害の可能性について言及していたとしても、一切の責任を負いません。

本資料で掲載されている外部サイトへのリンクは、第三者が運営しているもので、私どもは管理していません。また、弊社はその正確性や第三者のサイトに掲載されている情報について内容の正確性を保証ないし推奨するものではありません。